

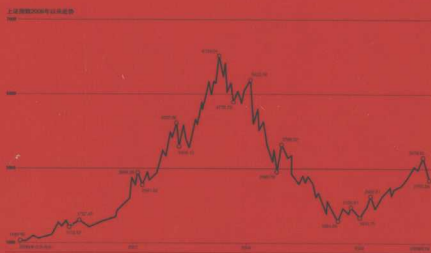
第一财经 | 第一财经日报
C B N | CHINA BUSINESS NEWS

中国投资界最原生态的“牛熊转换”镜像群！
献给中国最广大普通投资者的最生动教科书！！

牛熊博弈

对话中国投资高手

周迪伦 主编



本书真实呈现中国投资高手（公私募著名投资家）在本轮熊牛转换中的投资逻辑和方法。在这轮史无前例的大熊市中，他们有人正确得离谱，有人错误得出奇，我们都一一真实呈现！

上海交通大学出版社

牛熊博弈

对话中国投资高手

周迪伦 主编

上海交通大学出版社

内 容 提 要

本书由《第一财经日报》理财周刊高端品牌栏目“对话”文章重新编辑而成,真实呈现中国投资高手(公私募著名投资家)的投资逻辑和方法。在这轮史无前例的大熊市中,他们有人正确得离谱,有人错误得出奇,本书都一一真实呈现。

在对未来市场的预测中,有人看多,有人看空,展开一场激烈的牛熊博弈!

本书每篇文章分为投资者股海档案、操作技巧、投资者访谈、编辑点评等,可以使广大投资者从这些投资高手中学到投资心态和投资技巧。

本书对投资理财专业人员以及普通投资者都有借鉴参考价值。

图书在版编目(CIP)数据

牛熊博弈:对话中国投资高手/周迪伦主编. —上海:
上海交通大学出版社,2009
ISBN978-7-313-05917-8

I. 牛... II. 周... III. 股票—证券投资—中
国—文集 IV. F832.51-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 126580 号

牛熊博弈:对话中国投资高手

周迪伦 主编

上海交通大学出版社出版发行

(上海市番禺路 951 号 邮政编码 200030)

电话:64071208 出版人:韩建民

常熟市文化印刷有限公司印刷 全国新华书店经销

开本:710mm×1000mm 1/16 印张:19 字数:357千字

2009年9月第1版 2009年9月第1次印刷

ISBN978-7-313-05917-8/F 定价:36.00元

版权所有 侵权必究

周迪伦

自认为是一个严肃的新闻工作者和一个冷静的市场观察者，同时，也是一个隐秘的诗歌爱好者。现任第一财经日报财经新闻中心主任。

写过一些和资本市场运行有关的评论性短文，约略如下：

2005年9月9日，《新金融时代临界，股改汇改互动攻坚》，认为银行改革、股权分置改革、汇率改革三者互为依托，将正式开启中国新金融时代的序幕；

2006年5月16日，《迎接全新的金融投资时代》，认为中国的金融爆发时代正在到来；

2007年1月1日，《大投资时代：惊涛拍岸，卷起千堆雪》，认为投资者应树立大国民意识；

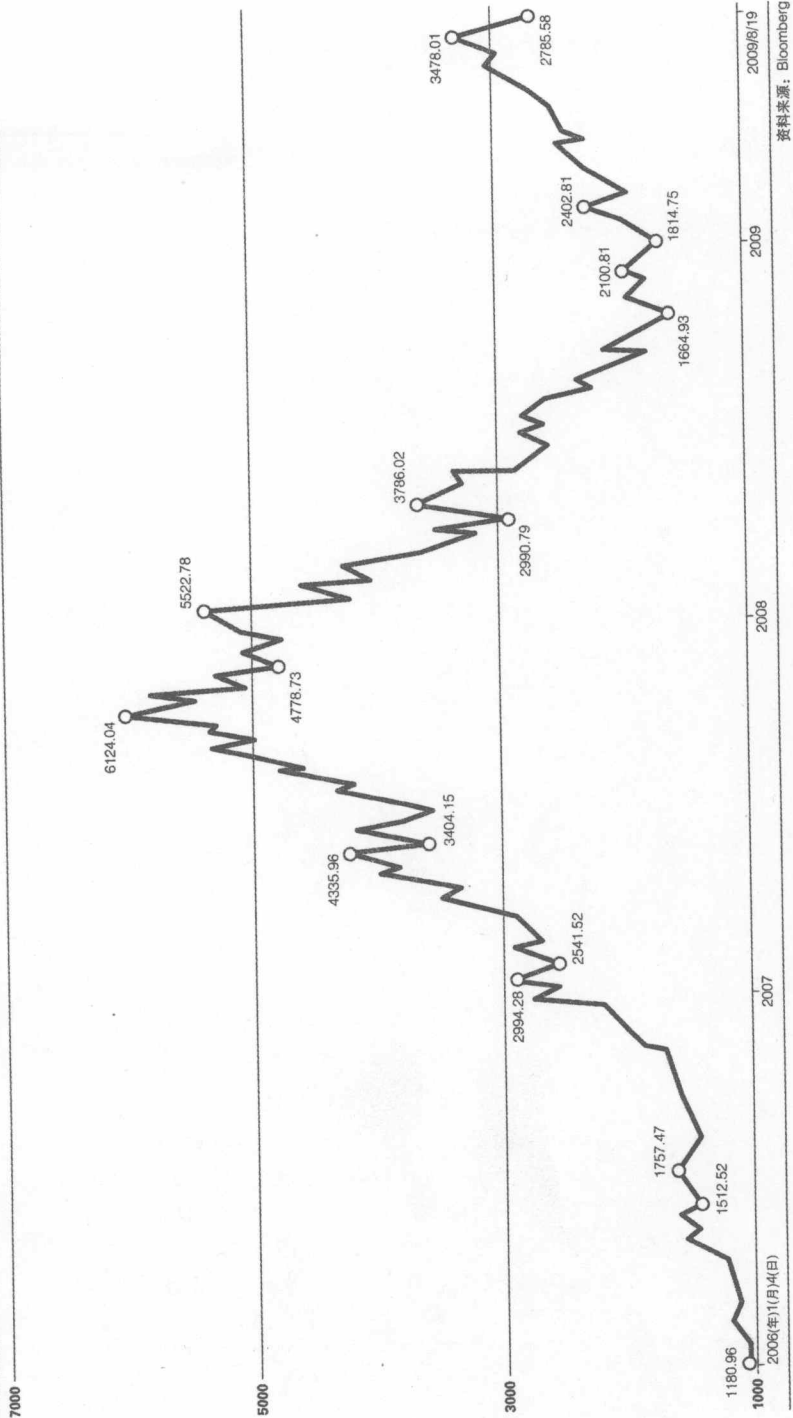
2007年8月27日，《A股：该回到常识了》，认为A股泡沫已经十分严重，建议投资者清仓；

2008年11月1日，《从“不应期综合征”中醒来，回到常识》，提醒投资者应该从崩盘的恐慌和麻木中走出来，重新开始买进股票；

2008年11月8日，《这是最坏的时刻，也是最好的时刻》，继续提醒投资者应该回到常识，买进股票。

联系方式：zhoudylan@hotmail.com

上证指数2006年以来走势



资料来源: Bloomberg

前言

因为工作的关系,在阅读投资类书籍的时候,我经常感到一些遗憾:市场上充斥着大量的“股神”类书籍,内容大多是讲“股神”如何神的故事;在这些故事中,赚钱似乎成了一件不太费劲儿的事。这不合常理,同时也使我这样的读者觉得受到了“很不真诚”的对待。

是的,“赚钱是天下第一难事”。甚至可以说,这九个字可能是普通投资者需要时刻牢记于心的投资理财“第一常识”。在做各种大发其财的美梦之前,投资者应该时刻多想想这九个字,可能有助于自己识破一些骗局或减少一些损失。

2008年元旦开始,我所服务的第一财经日报推出了周末版的《理财周刊》,这样《理财周刊》就“顺势”承担起了如实记录整个2008年A股市场大崩溃和大崩溃后超强反弹行情的“历史性”过程。

在《理财周刊》的采编过程中,尤其是在采访编辑其王牌栏目《对话》的过程中,我对“赚钱是天下第一难事”的感受愈来愈强烈:事后来看,在《对话》栏目所采访的各类手握巨资的“投资家”中,有不少“投资家”都看(做)错了方向,亏了(大家)很多钱;当然,也有“投资家”看对了,或者采取了适当的投资策略,亏的钱不多,甚至还赚了钱的。

但我总体的感觉依然是,面对百年一遇的金融危机,投资者个体的投资经验是很难应付得了市场变化的,更何况,即便是在常态市场中,“稳赚不赔的赚钱秘笈”也是不存在的。

所以,就有了把《对话》文章经过筛选编辑为一本书的想法。这本书的“任务”就是真真切切、实实在在地“还原现场”,把这些“投资家”在当时的市场判断和投资策略原生态地重新呈现在读者面前。至于读者们最关注的“赚钱之道”,尚需要读者自己结合投资实践修炼体悟。另外,在本书即将出版之际,我们在每篇文章后面加了“编辑点评”,对每位投资家作出评价,以给读者一个阅读指南。

作为一个从事新闻工作的人，我不打算粉饰谁，也不打算忽悠谁。所以，对于您拿在手里的这本书，我敢保证的只是，它至少是真诚的。同时，我也相信，它对您今后的投资实践也是会有帮助的，即便这种助益只有一点点，我也已经很满足了。

周迪伦

2009年7月

言 前

目 录

- 001 石波:不用过多担心市场的未来
- 008 但斌:时间是投资者的玫瑰
- 016 李驰:买入,并在公司大踏步成长为好公司的过程中持有
- 023 高善文:牛市进入下半场
- 029 石松鹰:对 A 股基本趋势充满信心
- 037 章鹰:在不确定中寻找极为稀少的确定性
- 044 玛莉·克斯盖伊:金融股机会千载难逢
- 050 杨文斌:寻找成本转嫁能力强的行业
- 059 陈光明:掌握市场运行状态 把筹码变成真钱
- 066 朱南松:牛市“中场休息” 关注结构性、阶段性和局部性机会
- 074 陈家琳:在长跑中通过投资组合战胜市场
- 082 刘虹俊:永远不要认为自己比市场更聪明
- 091 毛剑鸣:短期内股市最大风险来自企业盈利预测下调
- 099 金哲非:政策导向与投资者心态决定 A 股短期走势
- 106 石运金:留一点仓位给超跌的好公司
- 114 裴布雷:能赚到 20%的收益,你就应该牢牢抓住这个机会
- 121 代雪峰:跟风蓝筹“价值投机” 私募需要检讨
- 129 林羿:A 股市场正在提供良好的投资机会

- 136 俞忠华：在暴跌 50% 以后，市场向上的机会要比以前多很多
- 142 黄齐元：大陆投资者可三种方式直通台股
- 150 步国旬：未来一两年内，投资者可能都要经历熊市
- 156 赵枫：市场不好就应该选择空仓
- 164 吴险峰：仓位重损失大，对市场不服气不行
- 171 Mark Konyn：我们采用“由下而上”的选股思路
- 177 吕俊：不想错失上涨行情，就与市场保持适当接触
- 185 许荣：估值体系崩溃，市场或进一步向下寻找均衡点
- 193 梁跃军：水落石出之前，还是谨慎一些为好
- 200 何震：我看好成长类股票
- 206 江平：华尔街的欺骗不等同于“阴谋论”
- 216 潘稷：战胜金融危机，抛空、套利、止损
- 225 张鸿飞：没有坏的资产，只有坏的价格
- 234 金松：在低 PE 股票中选择高增长率个股
- 242 吕志华：Accumulator 是这样“杀人”的
- 248 汪建：A 股市场新的历史性投资机遇已经到来
- 255 林少立：2009 A 股，不是牛市，胜似牛市！
- 260 李振宁：A 股会有十年牛市
- 266 附录 1 牛年机会十人谈
- 280 附录 2 巴菲特 PK 索罗斯

石波:不用过多担心市场的未来

石波股海档案

● 1999年加入华夏基金,任投资副总监、股票投资部执行副总经理,基金兴科、基金兴华、华夏回报基金、华夏回报二号基金基金经理。

● 加入华夏基金前曾任君安证券投资银行部上海总部副总经理、上海申华实业股份公司常务副总经理。

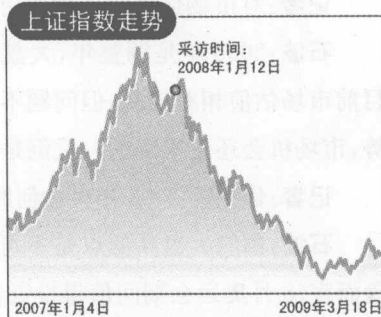


石波:上海尚雅投资管理
有限公司总经理

操作技巧

● 买股票就是买公司,在作投资决定前先要把“账”算清楚。

● 买股票我们主要遵循两条路径:一是诸如可口可乐这种带有“秘方”性质的企业,巴菲特就很推崇这类公司;二是加盟店式企业,如麦当劳和沃尔玛等,这是美国明星基金经理彼得·林奇最喜好的一类公司。



采访时间:2008年1月12日

私募，股市中的一股“神秘”力量。投资者提及“私募”二字时往往产生种种联想，口耳相传之间难免越传越“神”。

从“传统”意义上看，石波似乎是个私募的“另类”——不仅仅因为曾经掌管数百亿资金的“明星基金经理”身份，更在于其正在运作的信托私募的投资风格。

2008年1月初，在毗邻上海外滩的一间办公室里，正管理着“深国投—尚雅”信托计划的上海尚雅投资管理有限公司总经理石波，和记者展开了一番近距离对话。

看好五类方向的股票

记者：你如何判断2008年的行情？

石波：我判断牛市还没有结束，市场可能维持一个缓慢上升行情。现在市场离真正的泡沫还比较远。2008年大盘涨不到哪里去，也跌不到哪里去，这是因为国民经济保持10%的增长速度是可以信赖的。以往的行情是上涨斜率太大、上涨太快，现在大家希望行情平缓增长，这能使牛市时间拉长。从一般规律看，人均GDP达到3000美元时，一国往往会出现黄金增长期，经济起飞才刚刚开始。所以，不用过多担心市场的未来。

记者：对市场估值水平你如何看待？

石波：2008年是调整年，大盘在4000~6500点区域波动，也可能到8000点。目前市场估值相对较高，但问题不是很大，牛市还没有结束。只要市场有个平稳走势，市场机会还是很多的。反倒是如果市场上涨斜率太大，对大家来说则都有风险。

记者：你判断2008年大盘何时看到高点？

石波：预测大盘高低点是不可能完成的任务。但我们认为，在时间上看，对大盘而言，8月奥运会期间值得投资者关注。

记者：能否介绍一下2008年你看好的投资方向？

石波：我看好五类方向的股票。

一、节能减排：节能方面有节电、节水和做环保的公司，如置信电气(600517.SH)和哈空调(600202.SH)；减排方面看好减排压力大的造纸、化工和农药等行业中解决环保问题的大企业。

二、内需增长：美国市场过去40年上涨幅度最大的股票基本是消费类企业，这类企业资本产出率特别高，“衣食住行”等方面品牌企业可以长期看好，如贵州茅台(600519.SH)、苏宁电器(002024.SZ)、上海家化(600315.SH)、小商品城(600415.

SH) 和华发股份(600325. SH)。

三、全球冠军：在制造方面有全球竞争力的企业，现在大家担心人民币升值后对企业的全球竞争力产生影响，但要知道，日元升值和能源危机时，日本股市上涨最好的是丰田汽车，所以投资者不要因为汇率因素而放弃一些有全球竞争能力的企业，如科达机电(600499. SH)、中联重科(000157. SZ)、成发科技(600391)、三一重工(600031. SH)和中材国际(600970. SH)。

四、未来之星：随着人们收入的增加，健康产业和化妆品行业有很好的发展前途，如科华生物(002022. SZ)和双鹭药业(002038. SZ)。

五、军工。

记者：最近业内对大盘蓝筹股议论较多，而小主题和小热点相当活跃。你如何看待这个情况？

石波：2007年的大盘蓝筹股上涨与公募基金进入高速成长期有着密切关系。一年多的时间公募基金的规模由8000亿元上升到3万亿元是根本原因，但如果未来没有那么大的基金发行规模，或如果行情调整后公募基金扩张速度出现下降，那就可能对大规模配置大盘蓝筹股的公募基金产生压力。如果没有增量资金，就无法对这个板块起到推动作用。需要提醒的是，在以往的情况下，百亿元规模的公募基金只能买流动性相对较好的大盘股。

记者：你做国外投资吗？

石波：我不做国外投资。每个国家都有自己的黄金增长期，我觉得现在最大的投资机会就在中国。

价值投资是买“打折”

记者：能否归纳一下你目前的投资理念？

石波：首先，我们不是做对冲指数的那类根据大盘涨跌而进行投资决策的基金，大盘下跌对我们这类价值投资型的基金更好。其次，我们是帮助大家通过“自下而上”的方法找出便宜的企业的基金。过去20年中国已经造就了很多大企业，再过20年它们有可能成为全球最大的企业。我们尤其看好有创新商业模式并能改变商业习惯的企业。我们主要看中企业的管理方式、竞争方式、商业模式，毛利率高和公司治理好的公司更能纳入我们的视野。此外，也相当看重公司的品牌和渠道价值等潜力。现在有诸如股权激励的制度安排保障，使公司价值能够被发掘出来。

在买股票方面，我们主要遵循两条路径：一是诸如可口可乐这种带有“秘方”性质的企业，巴菲特就很推崇这类公司；二是加盟店式企业，如麦当劳和沃尔玛等，这是美国明星基金经理彼得·林奇最喜好的一类公司。总之，我们的投资遵循价值投资、品质投资和科学投资的原则。其中，品质投资是最重要的，尚雅投资是品质投资的“专卖店”。

记者：在你看来，怎样的投资才是价值投资？现在市场的估值“贵”吗？你们选股的方法是怎样的？

石波：所谓“价值投资”，是比较现实生活中买同样资产究竟要花费多少钱，然后看和上市公司的市值相比是否合算，再决定是否买这家公司的股票。市场往往会受情绪影响而出现下跌，但这给价值投资者提供了介入机会。总之，找出每个行业价值打折最多的股票，投资的“安全边际”就出来了。

在选股方面，我们一般都会计算企业的总市值。比如，在现实生活中你买同样单位的商铺、土地、矿产、森林和工厂要花多少钱，然后再和公司总市值相比，你就知道投资这个股票是否合算，如果你不是想把公司整个买下来，那你连100股也不要买，这就是价值投资。所以，买股票就是买公司，在作投资决定前先要把“账”算清楚。

打造投资“专卖店”

记者：什么原因让你决定退出规模最大、业绩最靠前的基金公司而转投私募基金？是否是圈内同行转投私募给你带来的启发？

石波：我并不是个喜欢频繁“跳槽”的人，这与我的投资风格一样，喜欢做长线。当然，无论是找工作还是做具体的基金产品，我都力争做到业内最好。我萌发做私募基金的原因，并不是同行开始频繁“流出”公募基金行业转投私募，主要缘于自己对国外基金行业发展趋势的认识。

我2007年到美国沃顿商学院学习时发现，美国基金产品主要有两大发展趋势：一是被动型投资，如ETF(交易所交易基金)等通过数量化工具被动跟踪指数的基金；一是主动型基金，如带有对冲基金性质的私募基金，这类基金主要依赖基金经理的个人能力和品牌，以追求高收益率为主要目标。尤其是在后一基金的发展方向中，产生了大量耳熟能详的著名对冲基金经理人。可见，国外理财市场的发展主要是朝“两端”走：一端是大众理财市场，另一端是为高端人群提供专业服务。相对

而言，公募基金是主要针对大众投资需要而推出的理财产品，其操作方式是相当工业化、流水线式的；而私募基金是满足高端人群投资需要的私人银行，其操作方式是精细化、风格化的。随着我国经济逐步从制造时代过渡到消费服务时代，以细分市场为对象的私募基金必将迎来春天。正是意识到投资时代的变化，我2007年8月才开始组建目前的公司。

记者：你原先供职的机构是国内最大的基金公司之一，现在单枪匹马做私募基金是否感到压力？

石波：首先我不是一个人，我们尚雅投资公司是由公募基金投资总监和基金经理打造的一个投资团队。说实话，相对原先在公募基金，我现在的状态是很轻松的。比如，以前在公募基金时300亿元的资产规模才一个基金经理管理，现在是10个人管几亿元的投资组合，我们团队成员大部分来自公募基金，基本都有10年以上的工作经验。在公募基金工作时，基金公司是“铁打的营盘流水的兵”，基金持有人也在不停申购赎回，“热钱”对基金经理的投资压力是很大的。所以，就我个人经验来说，以前在公募很累，工作压力很大。现在我们这个团队是一个一辈子的事业，很多持有人把他们要传给下一代的钱都交给我们打理，我们做的是一个财富传承者的工作。尚雅投资的目的是要让投资优雅起来。

记者：在操作层面上，公募和私募基金之间有何具体区别？你个人转型后有何深刻体会？

石波：公募基金由于是大众理财工具，它的责任和压力与私募基金有很大区别。公募基金由于是公共产品，投资主要是资产配置，私募基金由于只针对高端人群，讲求风格化和个性化投资。可以这么说，公募基金是投资业的“大卖场”，我现在所做的则是打造“专卖店”。

公募基金操作公开透明，受持有人和公众压力较大。由于运作资金规模巨大，运作方式是行业配置和板块轮动，基金经理的操作受基金持有人影响较大：基金投资者大量申购时，就要被动买股票；基金投资者大量赎回时，就必须卖股票。而私募基金的投资环境则相对宽松，由于我们只针对和我们投资理念和风格相同的高端投资人群，他们看问题相对长远和理性，所以我们可以精选个股、做精细化投资。

记者：有人认为，做私募不仅管理的资产比原先要小得多，而且私募基金公司的硬件条件与公募基金也不可同日而语。实际情况如何？

石波：其实，在硬件条件方面，我目前的情况和公募是没有区别的。我进入私

募市场不久便发现，目前这块业务的社会环境和条件已经比较完备。比如，包括银行托管、信托监管和专门负责买卖的经纪商在内的三方，越来越重视私募在行业中的作用。我们第一期的经纪商是中国国际金融公司和国信证券，他们相当重视这块。说到硬件条件，可以这样说，我每天收到的研究报告和做公募基金时一样多。同时，我们也有自己的研究、销售平台。一方面，原来的人脉关系发挥了很大作用；另一方面，作为研究报告的“卖方”，券商相当重视私募基金未来的发展。

记者：作为机构投资人来说，投资研究方面的差距往往决定了最后的结果。在你看来，在投资研究方面，私募与公募相比孰优孰劣？

石波：公募整体而言在投研方面是优势的，但由于基金业快速发展，这种优势面临挑战。有个比喻比较形象地归纳了近年来公募基金业内的人员结构：两年前基金公司的人员配备是“金字塔”形，即上头是为数不多的基金经理，多的是大量研究员；随着这几年的高速扩张，基金产品数量增长相当快，大量研究员变成基金经理，这时可能会出现成熟研究员相对基金经理要少的“倒金字塔”形人员结构，可能会使公募基金出现人才断档。而私募基金在擅长的投研领域有自己的优势，大部分私募基金由品牌基金经理和资深研究员组成，他们有着丰富的投资经验和专长。而且，由于我们采取自下而上的投资方式，在我们关注的公司研究方面可以更加精深。

让投资人有空晒太阳

记者：你如何看待私募基金的未来发展？

石波：我认为2008年是私募基金的“拐点”，或说行业洗牌在即。随着资本市场的壮大，国内理财业务的高端服务已经有市场需求，也有法律框架，使我们对行业发展更有信心。随着大量有投资能力的“专才”开始进入这个市场，大量经过系统性训练的公募基金人士转型进入私募基金行业，整个行业的发展将更加规范和成熟。事实上，私募基金是对公募基金的发展和补充，是投资理财行业的高端产品。

而且，随着大批有着公募基金背景的职业投资管理人进入私募基金行业，可能会对行业产生一些积极变化。比如，以前的私募主要靠个人能力，但个人投资和代客理财承担的责任是不一样的；而现在的私募基金往往更能吸收来自公募基金的风险控制、投资流程和投资技术方面的经验，私募基金的发展将更加专业化、职业化和规范化。

记者：你对自己的私募基金有何预期？

石波：在历史长河里，个人力量往往是有限的，做投资更加如此。因此，我们的理想是打造一个能够长期经得起股市波动考验的“诺亚方舟”，使我们的投资人有时间晒太阳和干好他们的本职工作，而我们每天能够跳着“踢踏舞”去上班。

（采访人 谢路锦）

编辑点评

石波算是很有眼光的投资人之一，特别是他的选股思路。

在2008年初，整个市场还洋溢在大牛市的气氛中，上证指数还在5000点以上。次贷危机也远未大规模扩散，美联储利率还高达4.75%。

石波当时对A股的判断是“2008年大盘涨不到哪里去，也跌不到哪里去”，是调整年。石波已经认识到当时市场估值相对较高，但认为问题不是很大，牛市还没有结束。

回头来看，石波的判断在当时已算“靠谱”的了。谁又会准确预测到后来百年一遇的金融危机呢？

石波最大的看点是他当时挖掘的股票：双鹭药业(002038.SZ)、小商品城(600415.SH)等堪称是2008年熊市中的明星股，当时购入持有至今还有盈利。置信电气(600517.SH)、科华生物(002022.SZ)也是很好的防守股。

但斌:时间是投资者的玫瑰

但斌股海档案

● 1992年起从事证券期货研究与投资,曾任君安证券与国泰君安证券《财经快讯》主笔、大鹏证券资产管理公司首席投资经理。

● 2004年3月成立深圳东方港湾投资管理有限公司,任董事总经理。

● 长期执着于价值投资。曾入选《Value》杂志华人杰出投资者。



但斌:深圳东方港湾投资管理有限公司董事总经理

操作技巧

● 价值投资者一旦慎重选择了一个企业后,可以5年做一次决定,甚至10年。决定做出后,他可以多年坚持执行。而技术分析随时需要根据图形、图表和数据的变化进行抉择,选择次数不断增多,失误的概率也随之增大。

● 我觉得理想主义对投资很重要,特别是对长期投资。因为只有成为一个理想主义者,才有投资的信仰,有信仰才会坚定,在碰到大的挫折甚至是社会大的变化时,才能坚持下去。



采访时间:2008年1月17日